

# 华能新能源 (0958.HK)

## 业绩靓丽，多项优势推动利润增加

分析师： 韩 玲 S0260511030002

☎ 021-60750603

✉ hanling@gf.com.cn

### 核心观点：

#### ● 公司业绩增长符合预期

2015年公司销售收入依旧保持高增长，营业收入人民币73.57亿元，同比增长19.6%。股东应占净利润18.60亿元，同比增长65.9%。公司EPS为0.19元/股，同比增长54.3%，基本复合我们之前的预期。

业绩增长的原因主要是因为抢装潮带来装机容量提升(+2.33GW)、结构布局持续优化维稳限电率(9%)和风况好转带来平均利用小时数增加(+0.4%)。全年完成总发电量14669067.6兆瓦时(+20.5%)。

#### ● 2015 装机规模超市场预期，2016 精选装机

2015年由于抢装潮，公司加快装机，全年装机容量2.33GW，风电2194兆瓦，光伏140兆瓦，新增规模创历史新高。公司预计2016年会精选一批效益好的项目来保持1.4GW的装机水平。公司已经核准或者列定核准计划的项目还有2.2GW。增长和效益并重，公司不会牺牲效益和收益水平来推进规模的增长。

#### ● 结构布局优势保证限电率9%，未来逐步降低

公司结构布局优势保证全年限电率在9%左右，极低的限电率导致公司电量和利润增长在同行业可比公司是最高的。公司避开了甘肃、黑龙江等限电重灾区，在吉林和新疆的装机也仅占4%，导致平均限电率低。并且公司一直坚持以四类区域为主的发展战略，2016年新增1.5GW的装机中有96%在四类区域。

#### ● 财务成本下降促使利润上升

公司通过对财务成本的有效控制，降低融资成本，提升利润。同时对补贴回收力度加强，增加自由现金流和经营现金流，有力地支持了公司的项目扩张。公司未来将保持收入的稳定和成本的降低，但不会以降低IRR水平来推动发展，综合IRR水平不低于12%。

#### ● 盈利预测与投资评级

2015年公司EPS为人民币0.191元，我们预测2016-2017年EPS分别为0.241元、0.294元。维持“买入”评级。

#### ● 风险提示

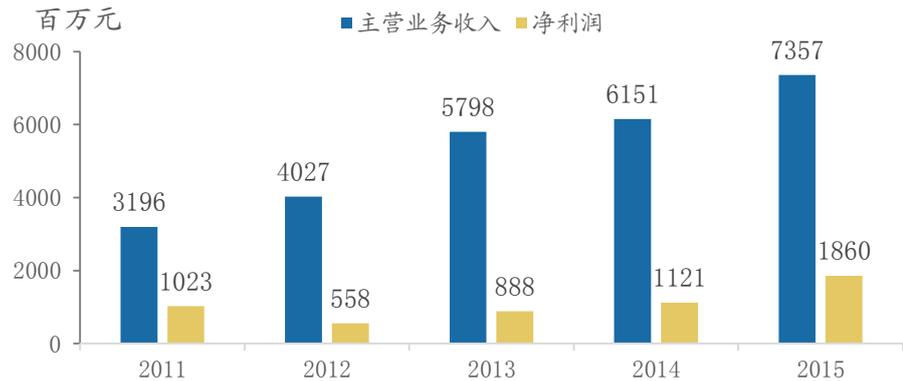
风况与弃风率恶化风险；部分地区限电风险；电价下调风险。

投资摘要	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入 (人民币百万)	5,798	6,151	7,357	9,617	11,143
变动 (%)	44.0	6.1	19.6	30.7	15.9
净利润 (人民币百万)	888	1,121	1,860	2,345	2,861
全面摊薄每股收益	0.091	0.115	0.191	0.241	0.294
市盈率 (倍)	32.0	25.3	15.3	12.1	9.9
每股股息	0.019	0.020	0.020	0.025	0.031

## 1. 公司主营业务增长

公司全年完成总发电量14669067.6兆瓦时(+20.5%)，其中风电发电量13851505.2兆瓦时(+18.6%)，太阳能发电量817562.4兆瓦时(+62.6%)。同时加权平均利用小时数上升，2015年风电为1882小时，同比增长0.4%，太阳能为1591小时，同比增长12.0%。

图1: 2011-2015年公司收入及净利润变化



数据来源: 广发证券发展研究中心

表1: 资产负债表各项同比增长(单位: RMB 百万元)

至 12 月 31	2014A	2015A	YOY
现金及现金	6385	4504	-29.5%
应收帐款	3340	3032	-9.2%
库存	13	43	227.2%
其他流动资产	1403	73	-94.8%
<b>流动资产总</b>	<b>11141</b>	<b>7652</b>	<b>-31.3%</b>
固定资产	57873	68658	18.6%
无形资产	696	682	-2.1%
其他长期资产	4427	5561	25.6%
<b>长期资产总</b>	<b>62997</b>	<b>74901</b>	<b>18.9%</b>
<b>总资产</b>	<b>74138</b>	<b>82553</b>	<b>11.3%</b>
应付帐款	1025	829	-19.1%
短期债务	17740	19223	8.4%
其他流动负债	6975	8481	21.6%
<b>流动负债总</b>	<b>25741</b>	<b>28533</b>	<b>10.8%</b>
长期借款	29611	32695	10.4%
其他长期负债	1901	2700	42.0%
<b>长期负债总</b>	<b>31512</b>	<b>35395</b>	<b>12.3%</b>
股本	9728	9728	0.0%
储备	6373	8070	26.6%
<b>股东权益</b>	<b>16101</b>	<b>17798</b>	<b>10.5%</b>
少数股东权	784	827	5.4%
<b>总负债及权</b>	<b>74138</b>	<b>82553</b>	<b>11.3%</b>

表2: 利润表各项同比增长(单位: RMB 百万元)

至 12 月 31 日	2014A	2015A	YOY
<b>销售收入</b>	<b>6151</b>	<b>7357</b>	<b>19.6%</b>
销售成本	0	0	0.0%
经营费用	(2973)	(3676)	23.6%
<b>息税折旧前利润</b>	<b>5441</b>	<b>6387</b>	<b>17.4%</b>
折旧及摊销	(2254)	(2696)	19.6%
<b>经营利润(息税前)</b>	<b>3186</b>	<b>3691</b>	<b>15.8%</b>
净利息收入/(费)	(2088)	(2197)	5.2%
其他收益/(损失)	134	547	308.5%
<b>税前利润</b>	<b>1232</b>	<b>2041</b>	<b>65.6%</b>
所得税	(86)	(141)	65.1%
少数股东权益	(26)	(40)	54.0%
<b>净利润</b>	<b>1121</b>	<b>1860</b>	<b>65.9%</b>
<b>核心净利润</b>	<b>1121</b>	<b>1860</b>	<b>65.9%</b>
每股收益	0.115	0.191	65.9%
EBITDA	0.115	0.191	65.9%
每股股息	0.020	0.020	0.0%
收入增长(%)	6.10	19.60	221.5%
息税前利润增长(%)	20.28	15.82	-22.0%
每股收益增长(%)	26.30	65.88	150.5%

## 2. 15年新增装机2GW超过市场预期, 16年精选装机1.5GW

公司预见到了行业的发展不能依赖补贴以及电价下调的趋势, 2015年下半年加快了投产规模, 全年的投产规模将大大超过之前市场的预期, 在2GW以上。今年公司不仅抢装了降价地区的建设, 还提前抢装了四类资源区的建设, 预计2016年四类资源区将达到90%以上。

公司目标2016年新增装机目标1.4GW。相比2015年有所减少的原因是部分16年的项目已经提前到15年来生产。2016年会精选一批效益好的项目来保持新增1.5GW的装机水平。

公司已经核准或者列定核准计划的项目还有2.2GW, 其中1.75GW在四类地区, 占整个资源布局的80%, 对后续的项目收益和项目结构都有一个很好的保证。

公司不会牺牲效益和收益水平来推进规模的增长。

图2: 公司新增风电装机与预测 (兆瓦)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

## 3. 结构布局优势保证限电率9%, 未来逐步降低

结构布局的优势和成本的优势导致公司电量和利润的增长在同行业可比公司是最高的。公司在甘肃、黑龙江这样的限电重灾区没有装机, 在吉林和新疆的装机也仅占4%, 导致公司平均限电率低, 预计今年全年的限电率在9%左右。

公司一直坚持以四类区域为主的发展战略, 2016年新增1.5GW的装机中有96%在四类区域, 限电对公司的影响只会降低不会增加。

## 4. 财务成本下降促使利润上升

公司通过财务成本的有效控制, 消化电价下调带来的影响, 并促使利润上升。

**债务融资成本降低:** 随着银行贷款利率的下降和财务结构的调整, 平均新增债务融资成本在4.6%-4.8%左右, 2016年在财务成本方面下降的空间还很大。

**现金回收力度提高:** 11年-13年的补贴已经结清, 14-15年回收近一半, 对现金流有很大的缓解。公司自由现金流和经营现金流的数量保持增加, 财务目标是净资产负债率保持在70%以下。

公司未来将保持收入的稳定和成本的降低, 绝不会以降低IRR水平来推动发展。

## 5. 盈利预测与投资评级

2015年公司EPS为人民币0.191元, 我们预测2016-2017年EPS分别为0.241元、0.294元, 公司目前估值较低, 维持“买入”评级。

## 6. 风险提示

风况与弃风率恶化风险; 部分地区限电风险; 电价下调风险。

**资产负债表**

单位: RMB百万元

至12月31日	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	4,318	6,385	4,504	5,770	6,686
应收帐款	3,314	3,340	3,032	3,964	4,593
库存	4	13	43	10	11
其他流动资产	2,118	1,403	73	10	10
<b>流动资产总计</b>	<b>9,754</b>	<b>11,141</b>	<b>7,652</b>	<b>9,754</b>	<b>11,300</b>
固定资产	45,599	57,873	68,658	81,553	94,236
无形资产	703	696	682	750	850
其他长期资产	3,742	4,427	5,561	5,133	5,743
<b>长期资产总计</b>	<b>50,044</b>	<b>62,997</b>	<b>74,901</b>	<b>87,436</b>	<b>100,829</b>
<b>总资产</b>	<b>59,798</b>	<b>74,138</b>	<b>82,553</b>	<b>97,190</b>	<b>112,129</b>
应付帐款	1,792	1,025	829	1,731	2,108
短期债务	10,775	17,740	19,223	24,539	26,841
其他流动负债	6,675	6,975	8,481	9,329	10,262
<b>流动负债总计</b>	<b>19,242</b>	<b>25,741</b>	<b>28,533</b>	<b>35,729</b>	<b>39,211</b>
长期借款	24,489	29,611	32,695	37,188	41,188
其他长期负债	1,370	1,901	2,700	3,029	3,432
<b>长期负债总计</b>	<b>25,859</b>	<b>31,512</b>	<b>35,395</b>	<b>40,218</b>	<b>44,620</b>
股本	9,029	9,728	9,728	9,728	9,728
储备	4,832	6,373	8,070	10,689	17,743
<b>股东权益</b>	<b>13,861</b>	<b>16,101</b>	<b>17,798</b>	<b>20,417</b>	<b>27,471</b>
少数股东权益	836	784	827	827	827
<b>总负债及权益</b>	<b>59,798</b>	<b>74,138</b>	<b>82,553</b>	<b>97,190</b>	<b>112,129</b>

**现金流量表**

单位: RMB百万元

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
税前利润	984	1,232	2,041	2,543	3,098
折旧与摊销	1,915	2,254	2,696	3,201	3,746
净利息费用	1,820	2,088	2,197	3,093	3,504
运营资本变动	1,116	689	1,189	833	1,190
税金	(67)	(86)	(141)	(178)	(217)
其他经营现金流	150	(53)	59	(1,360)	(1,497)
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>5,918</b>	<b>6,125</b>	<b>8,040</b>	<b>8,133</b>	<b>9,825</b>
购买固定资产净值	(7,157)	(13,393)	(15,780)	(15,997)	(15,170)
投资减少/增加	267	396	425	180	37
其他投资现金流	237	37	211	261	711
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(6,653)</b>	<b>(12,961)</b>	<b>(15,145)</b>	<b>(15,557)</b>	<b>(14,423)</b>
净增权益	2,006	2,188	1,739	2,619	7,054
净增债务	4,093	12,152	6,675	12,018	7,885
支付股息	(127)	(181)	(195)	(245)	(299)
其他融资现金流	(4,608)	(5,271)	(2,996)	(5,701)	(9,126)
<b>融资活动产生的现金流</b>	<b>1,364</b>	<b>8,889</b>	<b>5,224</b>	<b>8,691</b>	<b>5,513</b>
期初现金	3,768	4,322	6,385	4,504	5,770
现金变动	630	2,053	(1,881)	1,267	915

**主要财务比率**

至12月31日	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	78.7	88.5	86.8	88.3	89.6
息税前利润率(%)	45.7	51.8	50.2	55.0	56.0
税前利润率(%)	17.0	20.0	27.7	26.4	27.8
净利率(%)	15.3	18.2	25.3	24.4	25.7
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	0.51	0.43	0.27	0.27	0.29
利息覆盖率(倍)	1.46	1.53	1.68	1.71	1.78
净权益负债率(%)	256.0	283.9	300.1	307.3	334.2
速动比率(倍)	0.51	0.43	0.27	0.27	0.29
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	32.0	25.3	15.3	12.1	9.9
市净率(倍)	1.9	1.8	1.6	1.4	1.0
价格/现金流(倍)	4.5	4.6	3.5	3.5	3.1
企业价值/息税折旧前	14.7	14.6	13.8	11.6	11.6
<b>周转率</b>					
存货周转天数	0.48	1.05	2.75	2.19	0.67
应收帐款周转天数	222.9	194.7	155.9	130.9	138.2
应付帐款周转天数	134.5	159.2	79.3	101.4	127.9
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	20.3	17.4	10.5	10.5	10.5
净资产收益率(%)	6.4	7.0	10.4	11.5	8.7
资产收益率(%)	0.05	0.06	0.07	0.10	0.11

**利润表**

单位: RMB百万元

至12月31日	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
销售收入	5,798	6,151	7,357	9,617	11,143
销售成本	0	0	0	0	0
经营费用	(3,149)	(2,973)	(3,676)	(4,328)	(4,903)
<b>息税折旧前利润</b>	<b>4,564</b>	<b>5,441</b>	<b>6,387</b>	<b>8,490</b>	<b>9,985</b>
折旧及摊销	(1,915)	(2,254)	(2,696)	(3,201)	(3,746)
<b>经营利润(息税前利)</b>	<b>2,649</b>	<b>3,186</b>	<b>3,691</b>	<b>5,290</b>	<b>6,240</b>
净利息收入/(费用)	(1,820)	(2,088)	(2,197)	(3,093)	(3,504)
其他收益/(损失)	155	134	547	347	363
<b>税前利润</b>	<b>984</b>	<b>1,232</b>	<b>2,041</b>	<b>2,543</b>	<b>3,098</b>
所得税	(67)	(86)	(141)	(178)	(217)
少数股东权益	(29)	(26)	(40)	(20)	(20)
<b>净利润</b>	<b>888</b>	<b>1,121</b>	<b>1,860</b>	<b>2,345</b>	<b>2,861</b>
<b>核心净利润</b>	<b>888</b>	<b>1,121</b>	<b>1,860</b>	<b>2,345</b>	<b>2,861</b>
每股收益	0.091	0.115	0.191	0.241	0.294
EBITDA	0.091	0.115	0.191	0.241	0.294
每股股息	0.019	0.020	0.020	0.025	0.031
收入增长(%)	44	6	20	31	16
息税前利润增长(%)	34	20	16	43	18
每股收益增长(%)	59	26	66	26	22

## 广发海外研究小组

- 欧亚菲：首席分析师，2015 年薪财富海外研究（团队）第六名,2011-2014 年新财富批发零售行业第三名,第二名,第二名和第三名。
- 韩 玲：首席分析师，2015 年薪财富海外研究（团队）第六名,2011-2014 年新财富电力设备和新能源行业第五名,第二名。
- 贺菊颖：首席分析师，2015 年薪财富海外研究（团队）第六名,2013 年新财富医药行业第三名。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区金田路 4018 号安联大厦 15 楼 A 座 03-04	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号 震旦大厦 18 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。